

2014年6月6日 全10頁

# 家計でポートフォリオ・リバランスは進んでいるか？

## 投信の資金流入動向に表れる変化

金融調査部 主任研究員 島津 洋隆

### [要約]

- 日本銀行が「量的・質的金融緩和」を開始してから1年が経過した。この金融政策が狙う「ポートフォリオ・リバランス」効果は、家計の金融資産においても進んでいるのだろうか。本稿では、投資信託（以下、投信）における資金フローを中心にみた。
- 資金循環統計によると、家計の金融資産における株式・出資金は、フローベースで見ると2013年中は売り越しが続いた。一方、投資信託受益証券についてみると、2013年のフローは8.4兆円の買い越しとなり、資金流入が活発化した。
- 追加型株式投信の資金流入についてみると、株式市場と対照的な資金流入の傾向がうかがえる。また、グローバル地域別の投信における資金フローの最近の特徴についてみると、①北米資産を対象とする投信は、足もとでは資金流入が定着していること、②欧州資産を対象とする投信は、欧州債務危機の沈静化に伴い、株式型を中心に資金流入超となっていること、③新興国資産を対象とする投信は、米国のテーパリング発言を契機に資金流出が定着していること、④日本資産を対象とする投信については、株式型への資金流入が定着していること、を捉えることができる。
- 足もとの動きについてみると、前年末の軽減税率終了の影響により、一時的に投信からの大きな資金流出が生じた。しかし、2014年に入り、前年末の反動に加え、NISA導入の影響もあり、前年末の資金流出額を超える資金流入がみられた。量的・質的金融緩和の狙いであるポートフォリオ・リバランス効果は、「家計の投信保有」という観点では実現しているとみられるものの、まだ途上である。NISAなどの制度の後押しも加わり、ポートフォリオ・リバランス効果がより深化した形で、家計の「貯蓄から投資へ」が実現する期待が高まりつつあるとみられる。

## 1. はじめに

2013年4月に日本銀行は「量的・質的金融緩和」を導入し、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を実施している。

この政策が企図していることは、「日本銀行が長期国債を大量に買入れる結果として、これまで長期国債の運用を行っていた投資家や金融機関が、株式や外債等のリスク資産へ運用をシフトさせたり、貸出を増やしていくこと」<sup>1</sup>である。こうした事象をポートフォリオ・リバランス効果と呼んでいる。本来ここでいう「投資家」とは主に機関投資家を意味していると考えられるが<sup>2</sup>、本稿では、この効果が我が国における家計の金融資産についても現れているのか、すなわち「貯蓄から投資へ」の動きが生じているかについて、特にリスク資産である投信への資金フローに焦点を当ててみることにする。

## 2. 現時点における家計の金融資産の動向<sup>3</sup>

### (1) 株式・出資金の動向

ポートフォリオ・リバランス効果の発現の指標である代表的なリスク資産は、株式とされていることが多い。日銀の資金循環統計では、株式・出資金は、家計の金融資産の中で現金・預金、保険・年金準備金に次いで大きな割合を占めている。2003年から2006年にかけて、金額（以下、残高）および金融資産に占める構成比率（以下、構成比）ともに上昇していた（図表1、2）。しかし、フローベースで見ると、この間は、2004年と2005年を除き、売り越している状況であった（図表3）。

2013年中における株式・出資金についてみると、2012年末からの株価上昇を受けて、残高、構成比（2013年末の残高：154.8兆円、構成比：9.4%）ともに2012年末（残高：147.4兆円、構成比：9.2%）よりも上昇した（図表1、2）。だが、フローベースでは売り越した（2013年は▲8.2兆円）ことがわかる（図表3）。

<sup>1</sup> 「量的・質的金融緩和 ―読売国際経済懇話会における講演―」（日本銀行総裁 黒田東彦 2013年4月12日）

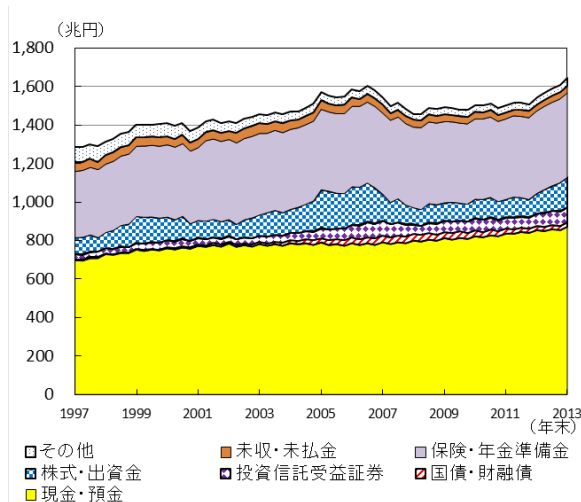
<sup>2</sup> 直接的にポートフォリオ・リバランスという言葉を用いていないが、「「量的・質的金融緩和」とわが国の金融経済情勢 ―共同通信加盟社論説研究会における講演―」（日本銀行副総裁 岩田規久男 2014年5月26日）で、「企業や家計の予想実質金利が下がると、様々な面から実体経済における需要が刺激されます。例えば、予想実質金利が低下すると、現預金や債券から株式や土地・住宅等の実物資産、あるいはより金利の高い外貨への資金シフトが起こり、株高や外貨高などによる資産効果によって、家計の消費が刺激されます」と指摘している。

<sup>3</sup> この章では、日本銀行が公表する資金循環統計における正式用語を用いる。したがって、一般的に用いられている「株式」、「投信」については、同統計のそれぞれの正式名称である「株式・出資金」、「投資信託受益証券」と表示する。

## (2) 投資信託受益証券の動向

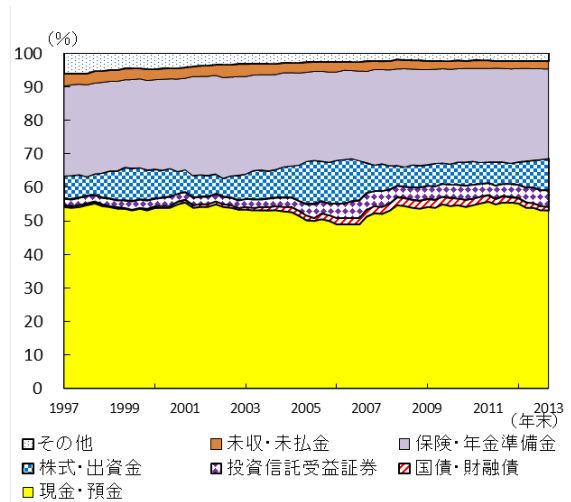
株式・出資金と並ぶリスク資産である投資信託受益証券についてみると、2007年6月末時点の残高は78.8兆円（構成比4.9%）と、その時点で過去最大の残高となったが、それ以降、残高、構成比ともに低下し、リーマン・ショック直後の2009年3月末時点では、48.4兆円（同3.3%）にまで低下した。2013年12月の安倍政権発足以降は、残高は増加傾向にあり、2013年末時点では78.9兆円（同4.8%）と、過去最大の水準に達している（図表1、2）。

図表1 家計金融資産の残高



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

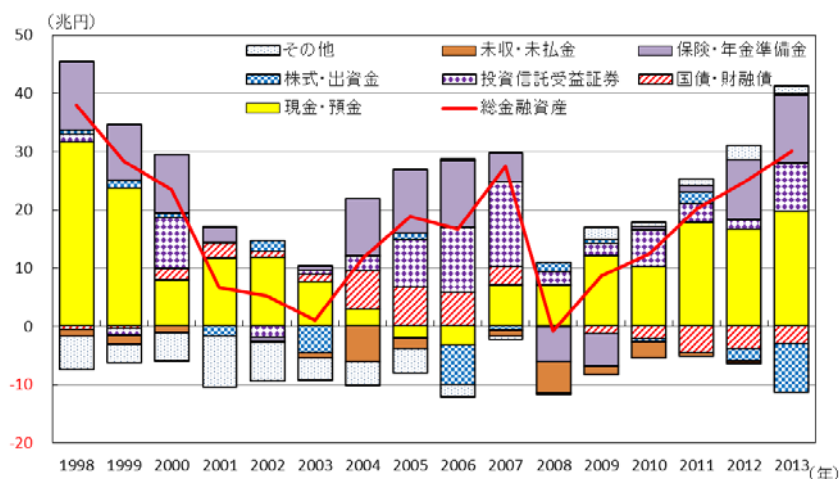
図表2 家計金融資産の構成比



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

フローベースでみると、2003年から2013年にかけて買い越している状況が続いている。2007年においては、株式市況が堅調に推移していたこともあり、過去最大の14.5兆円の流入超となった。2008年以降も流入超が続き、2013年は株式市況の堅調さを背景に、2008年以降最大となる8.4兆円の流入超となった（図表3）。投資信託受益証券の資金フローは株式・出資金の資金フローと対照的な動きを示してきたことがうかがえる。

図表3 家計が保有する金融資産のフローの推移



(注) 2013年は速報値。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

### 3. 追加型株式投信の資金流入の特徴

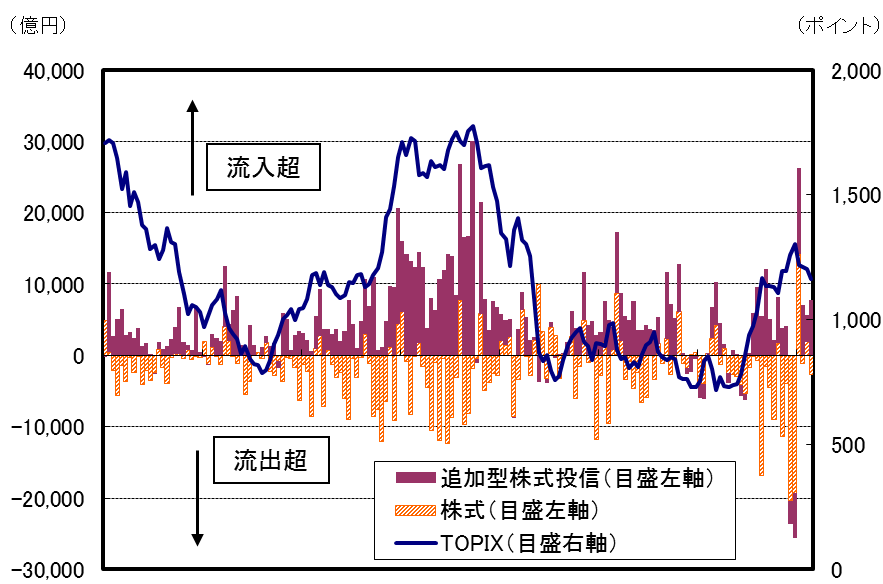
家計金融資産において投信への資金流入が趨勢的に進んできたことを前章で示したが、この章では、資金循環統計では示されない、月次ベースの投信の資金フローの傾向を示す。次いで、2011年以降において、投信をグローバル地域別に分類した上で、資金流入の傾向をみることにする。なお、本章では、投信の中で最も大きなシェアを占める追加型株式投信を中心にみる<sup>4</sup>。

#### (1) 株式市場と対照的な投信の資金流入

追加型株式投信と株式市場それぞれの資金流入（図表4）から、前章で示された家計における株式と投信の資金フローにおける対照的な動きを更に詳細にみる。

2000年代以降でみる限り、株式市況が堅調推移していた時期には株式は売却超となっている一方で、投信（追加型株式投信）に資金が流入する状況が定着している。特に、株式市況が好調なときに投信への資金流入が拡大する傾向を確認することができる。2013年における堅調な株式市況と投信への資金流入に関してみると、今日の金融緩和政策の狙いであるポートフォリオ・リバランス効果が、「家計の投信保有」という観点で実現しているとみられる。

図表4 株式と追加型株式投信への資金流入額と株価の推移



(注) 株式は三市場ベース。2013年7月以降は二市場ベース。TOPIXは月末値。

(出所) 日本取引所グループ、投資信託協会より大和総研作成

<sup>4</sup> 投資信託協会の直近のデータによると、我が国の投信の純資産額の総額は、2014年4月時点で約128兆円である。このうち公募追加型株式投信（以下、追加型株式投信）は約64兆円ある。

## (2) グローバル地域別の投信における資金フローの特徴

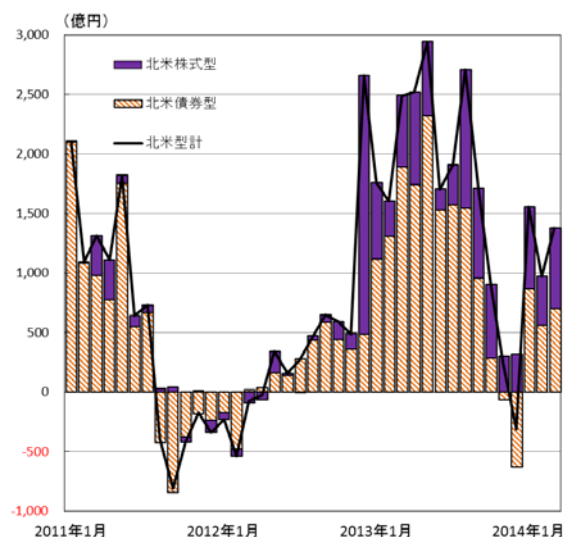
### ①北米 —— 足もとは資金流入が定着

北米資産を対象とする投信の資金流入（図表 5）についてみると、2012 年 5 月から直近まで資金流入超が続いている。北米株式型の資金流入は米国株式市況（図表 6）と連動性が高く、市況が堅調であれば北米型への資金流入が進む傾向がみとれる。2011 年後半においては、北米債券型を中心に資金流出超となっている。この背景には、米国の「財政の崖」問題が持ち上がり、更に米国債が格下げされたことを契機に、債券や株式市場が低迷したことがあげられる。

2012 年末以降は、米国株式の堅調な推移を受けて、同株式型への活発な資金流入が足もとまで続いている。なお、同株式型は 2013 年末の軽減税率の終了（後述）による影響はほとんど受けていないように見受けられる。

また、北米ハイイールド債券型の過去 3 年間の資金流入をみる（図表 7）と、以下の二つの大きな動きがみられる。第一に、2011 年 8 月の米国債格下げを契機に、同ヘッジ無が資金流出超に転じ、2013 年に入りようやく資金流入超が定着するようになった動きである。それと対照的に、同ヘッジ有の資金流入超幅が 2013 年初まで緩やかに拡大した。第二に、同ヘッジ無については、2013 年から直近にかけて資金流入超が続いている。特に 2013 年前半において同ヘッジ無への資金流入幅が拡大したのは、急速に円安が進行した（図表 8）ことが背景にあると考えられる。

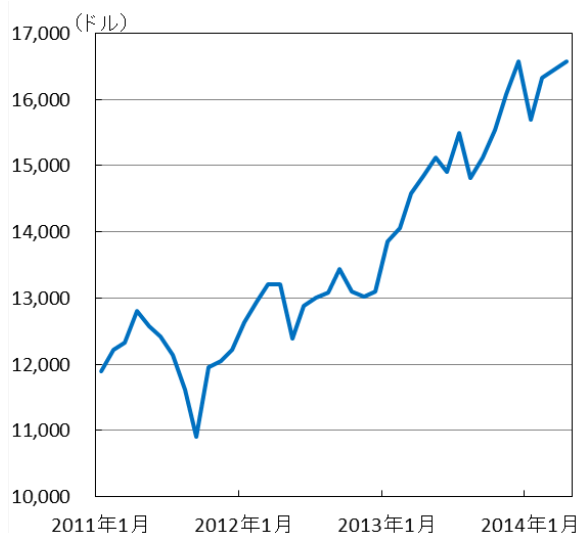
図表 5 北米資産を対象とする投信の資金流入



(注) 資金流入額は設定額から解約額を差し引いたもの。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表 6 NYダウの推移

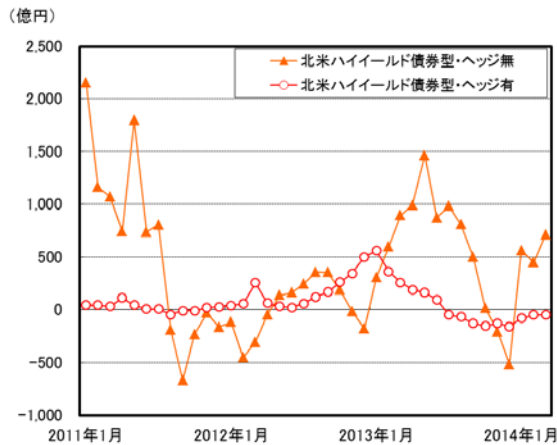


(注) 月末時点。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成



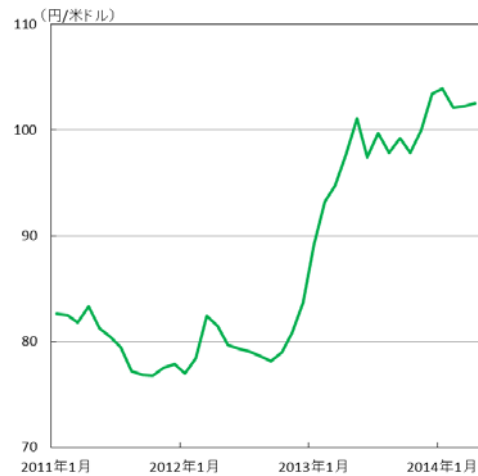
図表7 北米ハイイールド債券型への資金流出入



(注) 資金流出入額は設定額から解約額を差し引いたもの。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表8 円・米ドル相場



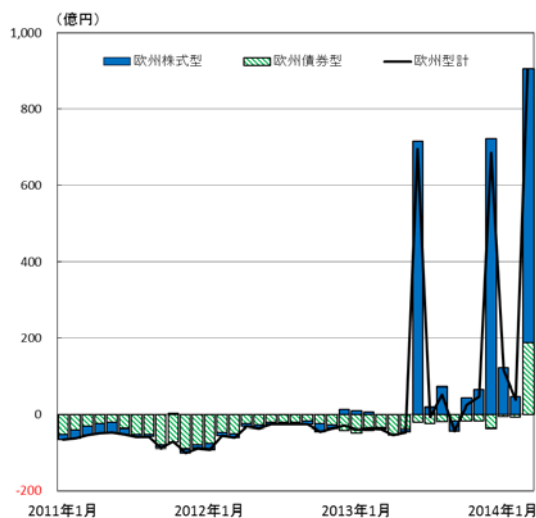
(注) 東京インターバンク相場(米ドル)スポット・レート中心相場、月中平均。

(出所) 日本銀行「外国為替市場」より大和総研作成

## ②欧州 —— 欧州債務危機の沈静化に伴い、株式型を中心に資金流入超

欧州資産を対象とする投信の資金流出入(図表9)をみると、2011年から2012年にかけて、欧州債務危機を背景に、資金流出が続いていた。特に、債券相場の不調(図表10)を映じた形で、同債券型の投信からの資金流出が目立った。だが、2013年に入り、欧州債務危機の沈静化とともに、同株式型から資金流入が活発化している。同債券型からは資金流出が続いていたが、2014年3月に大幅に資金流入超に転じている。これは同債券で運用する新しいファンドの設定もあったことが主因であるが、欧州債務危機の沈静化のタイミングが合い、同投信への引き合いが強まったものと考えられる。

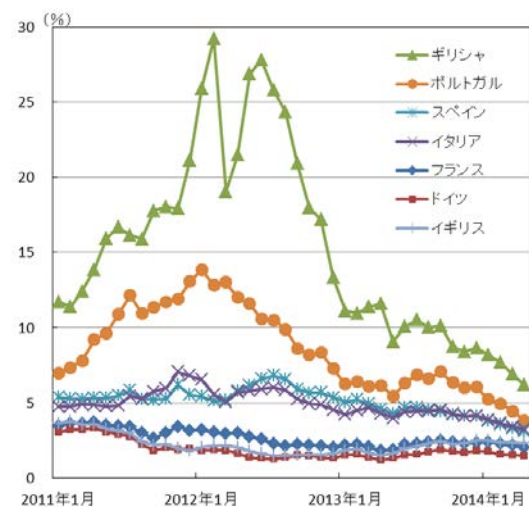
図表9 欧州資産を対象とする投信の資金流出入



(注) 資金流出入額は設定額から解約額を差し引いたもの。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表10 欧州主要国の長期金利



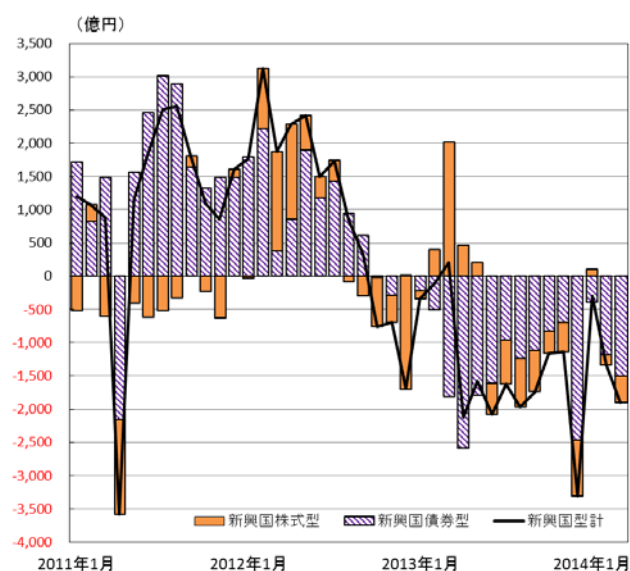
(注) 月中平均値。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

### ③新興国 —— 米国のテーパリング発言を契機に資金流出が定着

新興国の資産を対象とする投信（図表 11）は、2011 年から 2012 年 9 月までの間、一部の月を除き資金流入超の状況が続いていた。しかし、2012 年 10 月から直近にかけては、資金流出がほぼ定着している。2013 年前半から、米国の金融緩和縮小が FOMC で議論されてきたが<sup>5</sup>、2013 年 5 月に米国のバーナンキ FRB 議長（当時）が金融緩和縮小（いわゆるテーパリング）に関して言及したことを契機に、リスクマネーの供給減少の懸念が強まった。加えて、今年に入り、アルゼンチン通貨の急速な下落、いわゆるアルゼンチン危機が生じ、一部の新興国からの資金流出を助長する形となった。これらを背景に、新興国型投信からの資金流出が定着している模様である。

図表 11 新興国資産を対象とする投信の資金流出入



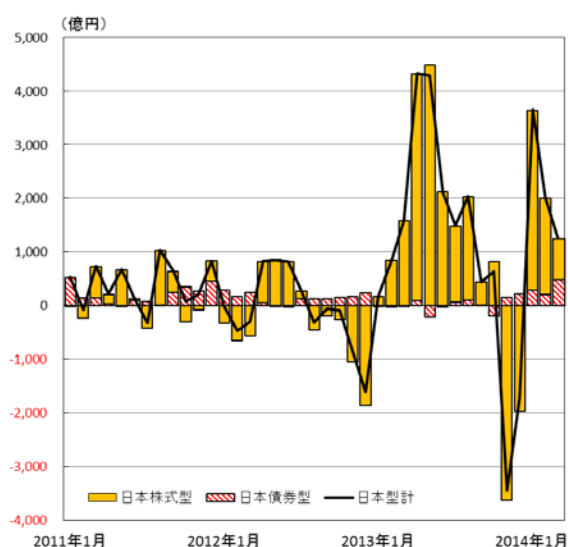
(注) 資金流出入額は設定額から解約額を差し引いて算出。  
(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

### ④日本 —— 株価回復に伴う株式型への資金流入の定着化

国内資産を対象とする投信の資金流出入（図表 12）をみると、国内の株式市況との連動性が高い。特に 2013 年に入り、日本の株式相場が堅調に推移していた 2013 年前半においては（図表 13）、同株式型に順調に資金流入していたが、2013 年 11 月は 3,618 億円、2 月は 1,956 億円の資金流出超に転じた（この背景については後述）。だが、2014 年に入り、再び流入超に戻っている。

<sup>5</sup> 詳細は「FOMC 議事録を読む：QE3 の効果とコスト」（土屋貴裕）を参照。

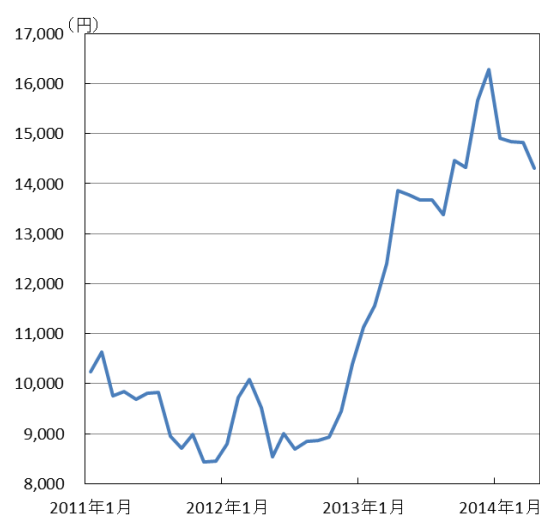
図表 12 日本国内で運用する投信の資金流入



(注) 資金流入額は設定額から解約額を差し引いたもの。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表 13 日経平均株価（東証 225）の推移



(注) 月末時点。

(出所) 日本経済新聞社より大和総研作成

#### 4. 足もとの投信の動き —— 軽減税率の終了とNISA開始の影響

2013年末から2014年初頭にかけて起きた投信に関するイレギュラーな資金流入は、制度変更による影響が大きい。

昨年末における証券投資に関する軽減税率（以下、軽減税率）の終了を前に、含み益のある追加型株式投信の解約がみられ、資金が流出した（図表 14）<sup>6</sup>。2013年の11月と12月の追加型投信の資金流出額は合計で9,606億円である。12月単月では、6,317億円の流出超と、2006年1月以降最大の流出超となった。一方で、MRFへの資金流入額（図表 15）が、2013年11月で8,780億円、12月で1兆4,133億円となった。この12月の資金流入額は過去最高である。つまり、追加型株式投信からの資金流出はあくまで利益確定目的であり、解約資金は投資待機資金ともいえるMRFに滞留していることを示しているといえよう。

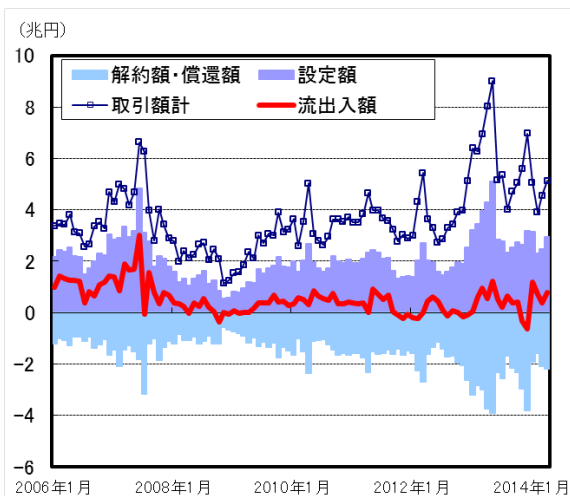
税制が切り替わった2014年1月以降、追加型株式投信は再び資金流入傾向になっている。資金流入額は、1月は1兆2,059億円、2月は7,078億円、3月は3,805億円、4月は7,736億円と、2013年11月と12月に流出した金額をはるかに超えている。一旦解約された資金が還流したことに加え、NISA<sup>7</sup>の開始による影響もあると考えられる。

<sup>6</sup> 「税制が家計の投資信託保有に与える影響について」（大野裕之、林田実 2011年）において、「24年1月からは税率が20%に引き上げられる予定であるが、今回の研究結果は、そうした制度変更は株式投信を縮小せしめる圧力となりかねない。」と指摘していた。

<sup>7</sup> NISAについての詳細は、「なるほどNISA」を参照。

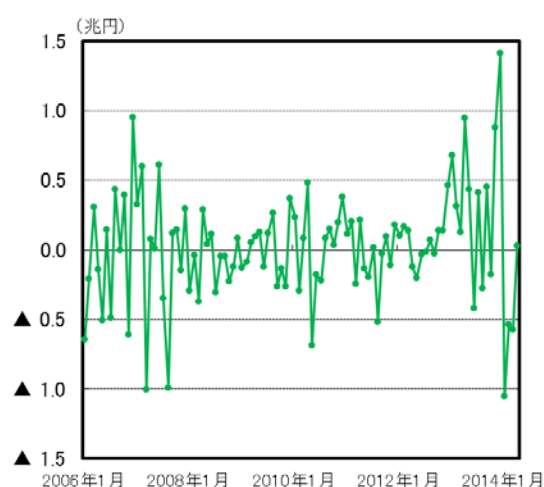


図表 14 追加型株式投信の資金流出入額



(注) 取引額は設定額、解約額、償還額の合計。流出入額は設定額から解約額・償還額を差し引いた値。  
(出所) 投資信託協会より大和総研作成

図表 15 MRF における資金流入額



(出所) 投資信託協会より大和総研作成

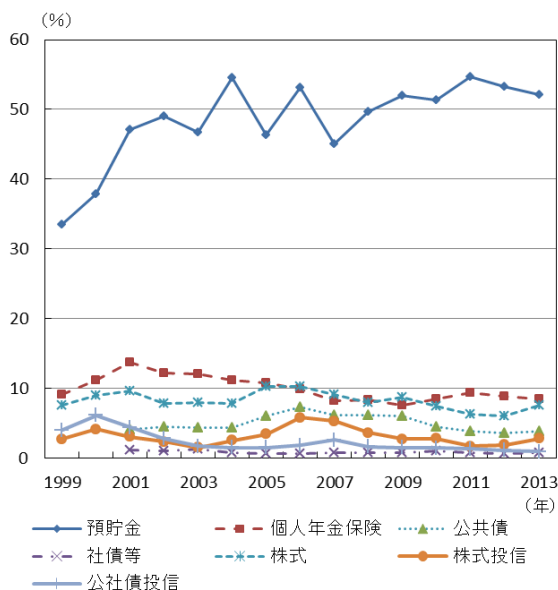
日本証券業協会によると、2014年3月末時点で証券会社のNISA口座による投資信託の総買付額は2,258億円であり、主要証券会社10社のNISA口座における投資信託の平均買い付け額は198千円となっている。これを評価するにはまだ時間を要するが、「NISA口座の伸びは順調だが、投資未経験者の比率はまだ低い」<sup>8</sup>という稲野日証協会長のコメントからすると、NISA導入の効果はまだ十分に発揮されていないような見方もある。しかし、これを逆の観点からとらえれば、NISAを通じて家計へ投信が普及する余地はまだ十分にあり得るともいえよう。

## 5. 投信普及の長期的な展望と課題

投信等のリスク資産を選好する態度が日本の家計に浸透しているかということ、依然としてこのことを肯定できない事実もある。具体的には、預貯金を金融資産として保有することを希望している家計が2001年以降5割前後で推移していた一方で、株式投信や株式などのリスク資産を保有することを希望する家計は1割も満たない状況が定着していた(図表16)。また、約8割の家計が金融資産について極めてリスク回避的である状況が続いていた(図表17)。

<sup>8</sup> 2014年5月29日付 日本経済新聞社 朝刊

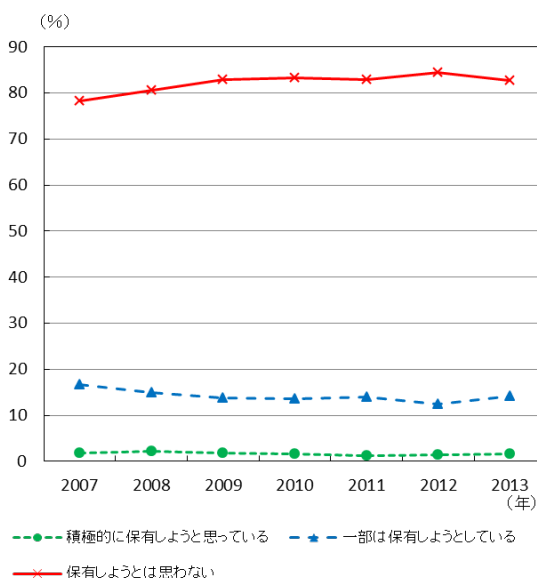
図表 16 今後の金融商品の保有希望の割合の推移



(注) 複数回答。公共債と社債等は 2000 年以前においては「公社債」という回答項目になっていたため、2000 年以前は非表示。

(出所) 金融広報中央委員会より大和総研作成

図表 17 元本割れを起こす可能性があるが収益性の高いと見込まれる金融商品の保有志向



(注) 単独回答。

(出所) 金融広報中央委員会より大和総研作成

家計のリスク資産への選好が低い状況が続いている背景には、[保志泰、矢作大祐「アベノミクスと家計資産 ～貯蓄から投資の実現メカニズムを考える～」](#) (大和総研調査季報 2013 年夏季号 (Vol. 11)) において、様々取り上げている。このうち、①リスク資産の期待収益率の低下、②所得環境の悪化については、これまで 20 年間続いてきたデフレがもたらしたものであるといえよう。なお、「インフレーションとは、いついかなる時でも貨幣的現象である」といわれていることを踏まえると、デフレも貨幣的現象である。日銀は「量的・質的金融緩和」により、貨幣的現象であるデフレを解消しつつある。この政策が狙うポートフォリオ・リバランス効果の発現はまだ途上ではあるが、NISA などの制度の後押しも加わり、ポートフォリオ・リバランス効果がより深化した形で、家計の「貯蓄から投資へ」が実現する期待が高まりつつあるとみられる。

以上